

Opinião

# Por que a taxa de juros é tão alta?

José Luis Oreiro e Luiz F. de Paula



**T**erminado o último ciclo de elevação da taxa básica de juros iniciado no primeiro semestre de 2010, a Selic se estabilizou em 10,75% ao ano, o que representa uma elevação de 300 pontos base com respeito ao patamar observado no segundo semestre de 2009, quando a economia brasileira ainda sentia os efeitos da crise econômica mundial.

Supondo uma inflação acumulada para os próximos 12 meses em torno de 4,5% ao ano, a taxa real de juros de curto prazo será de 5,98% ao ano, um patamar ainda muito elevado na comparação internacional, mas significativamente mais baixo do que o patamar prevalente durante o regime de câmbio semifixo (e sobrevalorizado) do primeiro mandato de FHC (juro real em torno de 22% ao ano) e durante

os primeiros anos do regime de metas inflacionárias (em torno de 10% ao ano).

Esses fatos nos impõem o seguinte questionamento: qual a razão pela qual a taxa real de juros de curto prazo é tão elevada no Brasil, quando se verifica que, na maioria dos países do mundo, em condições normais de temperatura e pressão, a mesma se situa abaixo de 2% ao ano?

A grande maioria dos críticos do atual modelo macroeconômico brasileiro atribui a persistência dos juros elevados no Brasil a uma política monetária excessivamente conservadora, a qual, em nome da defesa da estabilidade de preços, mantém a taxa de juros num patamar mais elevado do que o requerido, não só para manter a inflação dentro das metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), como também para permitir um crescimento mais forte da economia brasileira. Segundo essa visão, a persistência da inflação, mesmo num cenário de juros elevados, é a evidência clara de que a inflação brasileira não é causada por fatores de demanda, mas pelas condições de oferta, particularmente pela ocorrência de choques adversos sobre a produção agrícola, ou ainda um choque causado por uma desvalorização excessiva do

câmbio, num contexto no qual ainda subsiste uma elevada inércia inflacionária devido à desindexação parcial da economia feita após o Plano Real.

Não há dúvida de que existem "sementes de verdade" nessa explicação, mas acreditamos que o problema dos juros no Brasil não se deve apenas à teimosia da autoridade monetária em reduzir os mesmos para obter ganhos de credibilidade. Uma razão fundamental para a persistência de um juro real de curto prazo tão elevado deve-se ao fato de que nosso país é, provavelmente, o único lugar do mundo onde o mercado monetário e o mercado de dívida pública estão umbilicalmente conectados por intermédio de um título conhecido como Letras Financeiras do Tesouro, a "jabuticaba" brasileira, as quais respondem por aproximadamente 40% da dívida mobiliária federal.

A existência desses títulos fazem com que a mesma taxa de juros que a autoridade monetária utiliza para colocar a inflação dentro da meta definida pelo CMN seja a mesma taxa de juros que o Tesouro Nacional paga por uma fração considerável da dívida pública. Dessa forma, a taxa Selic é obrigada a cumprir duas funções dentro do sistema financeiro brasileiro: ela é a taxa de ju-

ros que regula os empréstimos no mercado interbancário, ao mesmo tempo que ela é a taxa pela qual o Tesouro Nacional consegue rolar uma parte significativa da dívida pública. Como a mesma taxa de juros precisa desempenhar duas funções, segue-se que a função de instrumento de política monetária acaba sendo contaminada pela função de rolagem da dívida pública federal, uma vez que o Banco Central não tem como fixar um valor da Selic para as operações no mercado interbancário e outro valor da Selic para as operações de rolagem da dívida pública.

**Somos o único lugar do mundo onde o mercado monetário e o de dívida pública estão conectados pelas LFTs**

Nesse contexto, a fragilidade das contas públicas brasileiras acaba por fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja "excessivamente alta", o que acaba se transmitindo, por arbitragem, para as operações normais de política monetária. Deve-se ressaltar que a tão propalada melhoria da situação fiscal do

estado brasileiro, após a adoção de expressivos superávits primários, é mais mito que fato.

Com efeito, não só o setor público consolidado continua gerando expressivos déficits nominais (na casa de 3% ao ano em 2008 e 2009), como ainda os encargos financeiros da dívida pública (juros e amortizações) superam em cerca de 5 vezes o montante de superávit primário gerado a cada ano. Dessa forma, o estado brasileiro ainda possui uma postura financeira Ponzi, o que eleva o risco de financiamento do Tesouro, aumentando enormemente o poder de mercado dos compradores de títulos, os quais podem exigir taxas de juros mais altas para a colocação dos papéis do governo.

Conclui-se, assim, que a redução da taxa real de juros de curto prazo no Brasil passa, portanto, pela extinção das LFTs e pela realização de um ajuste fiscal que viabilize a zeragem do déficit nominal do setor público, combinados com uma melhor gestão na política monetária pelo BC.

**José Luis Oreiro** é professor do departamento de Economia da UnB e diretor da AKB. **Luiz Fernando de Paula** é professor da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ e presidente da AKB. [luizfpaula@terra.com.br](mailto:luizfpaula@terra.com.br)

Frase do dia

"Não deve haver uma guerra cambial, mas as tensões intensificam a sensibilidade geral."

Para o presidente do Banco Mundial, Robert Zoellick, a diferença no ritmo de crescimento está causando distorções nos mercados financeiros globais.

Cartas de Leitores

Novo eleitor

"Para não dizer que todo eleitor é igual aos que deram 1 milhão e 300 mil votos ao palhaço Tiririca, a maioria procurou votar da melhor maneira possível. Muitos resolveram não votar mais em certas figurinhas marcadas da nossa política. Foram barrados pelo eleitor: Edmar Moreira (PR-MG), Fernando Collor (PTB-AL), Geddel Vieira Lima (PMDB-BA), Heráclito Fortes (DEM-PI), Heloisa Helena (PSOL-AL), José Carlos Aleluia (DEM-BA), Ideli Salvatti (PT-SC), Romeu Tuma (PTB-SP) e Tasso Jereissatti (PSDB-CE) entre outros. Nem todo eleitor é igual!"

**Wilson Gordon Parker**  
[wgparker@oi.com.br](mailto:wgparker@oi.com.br)

Tecnologia verde

"Sobre a entrevista com o diretor da L'Oréal Brasil, publicada na matéria 'Embalagens evitam derrubada de árvores' do suplemento especial 'Tecnologias Verdes', em 24 de setembro na página F5, gostaria de lembrar que deve se tomar cuidado ao usar o termo 'derrubada de árvores' quando se refere ao setor de celulose e papel no Brasil. Somos mundialmente reconhecidos como o país mais sustentável do setor, no que tange as práticas adotadas em nossas florestas e também em nossas indústrias. Da celulose produzida no Brasil, 100% é proveniente de florestas plantadas com finalidade comercial. São 2,2 milhões de hectares plantados em 13 estados e 91% dessa área é certificada por órgãos internacionais que atestam que boas práticas ambientais, sociais e econômicas estão de fato sendo cumpridas."

**Henrique Ribeiro Braga**  
[henrique.florestal@hotmail.com](mailto:henrique.florestal@hotmail.com)

Quanta bondade

"Os ministros de educação de 22 países latino-americanos assinaram um pacto em favor da qualidade na educação. Tem metas para 2021 e dotação de recursos. Parece que os ministros se comprometeram a investir cerca de 10% de seu orçamento anual para alcançar as metas conjuntas, algo por volta de US\$ 104 bilhões. Ora, que o Brasil empreste dinheiro ao FMI eu entendo, mas tirar dinheiro da verba da Educação para um fórum latino eu acho demais. Que tal se usassem esse dinheiro para pagar melhor os professores?"

**Carmem Sílvia Bastos**  
[carmembastos@gmail.com](mailto:carmembastos@gmail.com)

Correção

A grafia correta da empresa citada na matéria "Redes empresariais apresentam novos riscos, alerta ex-hacker", publicada à página B2 da edição de 1º de outubro, é MIPIC Informática e não MPIC como foi escrito.

Diferentemente do publicado no texto "O impacto da paz em morros do Rio", ontem, página A14, o clipping que Michael Jackson gravou no morro Dona Marta, no Rio, em 1996, foi patrocinado pela Pepsi-Cola, e não pela Coca-Cola.

Correspondências para Av. Francisco Matarazzo, 1.500 - Torre New York - CEP 05001-100 - Água Branca - SP ou para [cartas@valor.com.br](mailto:cartas@valor.com.br), com nome, endereço e telefone. Os textos poderão ser editados.

Organismo crítico deve analisar novos produtos e provar sua conveniência. Por Kaushik Basu

# Produtos financeiros com receita médica

**U**m efeito colateral positivo da crise financeira de 2007-2010 é a nossa constatação de que produtos financeiros podem ser tão complexos e perigosos quanto as drogas. Essa constatação levou a ideias inovadoras e a experimentos com novas leis, regulamentações e instituições por todo o mundo.

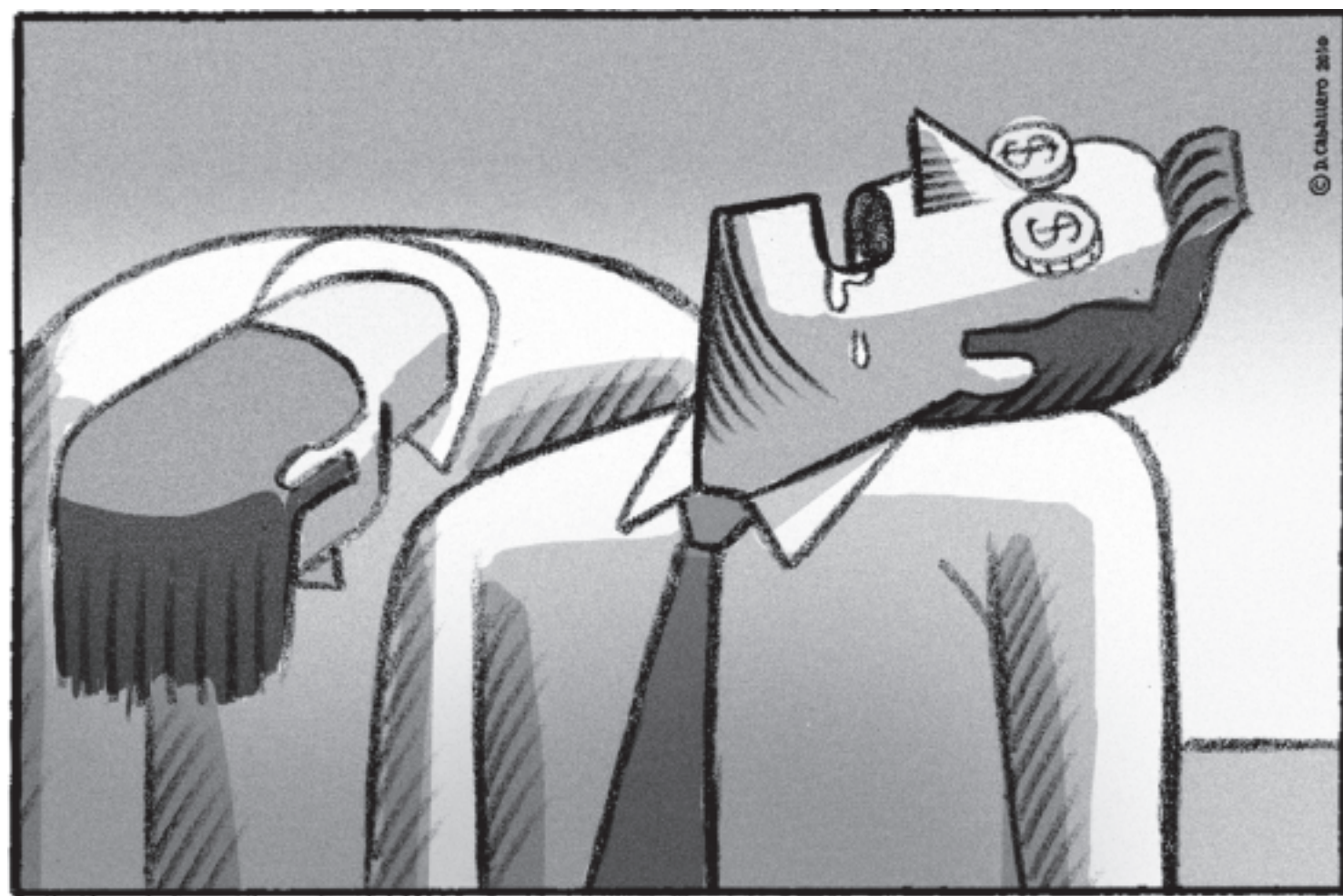
Na Índia, o governo anunciou a criação do Conselho de Desenvolvimento e Estabilidade Financeira (FSDC, na sigla em inglês) para tratar de temas de coordenação interregulatória e para fornecer supervisão macro-prudencial. Nos Estados Unidos, a Lei Dodd-Frank da Reforma de Wall Street e de Proteção ao Consumidor, e novas iniciativas para monitorar a segurança de produtos financeiros, poderão alterar a arquitetura das finanças.

Vários proponentes dessas novas ideias usaram a analogia com drogas abertamente. Argumentava-se que, se, em 2007, os EUA tivessem tido uma comissão de Segurança de Produtos Financeiros semelhante ao seu Food and Drugs Administration (FDA, agência federal responsável pela supervisão de gêneros alimentícios e medicamentos), o mercado não teria sido inundado com financiamentos imobiliários "promocionais" (com juros baixos iniciais) que emaranharam milhões de famílias nas teias do crédito predatório.

O que é especialmente sofisticado a respeito das novas ideias que brotam nos Estados Unidos, Europa, Índia, China e demais lugares é o reconhecimento de que, assim como com drogas e brinquedos, é impossível dizer antecipadamente quais produtos financeiros devemos permitir e quais não, porque não conseguimos conceber todos os produtos que poderão chegar ao mercado. Daí decorre a necessidade de um organismo crítico que possa analisar um novo produto e formar uma opinião sobre sua conveniência.

De fato, existe um aspecto preocupante com relação aos novos planos: eles precisam trilhar uma passagem estreita entre a liberdade temerária por instituições financeiras, que contribuíram para a crise financeira global recente, e o excesso de cautela, que pode sufocar a inovação e gerar ineficiências.

Consideremos um empréstimo promocional, que inicialmente cobra uma taxa baixa, ou até mesmo nenhum juro, com juros muito mais altos entrando em ação



**Assim como se exige receita para a venda de esteroides, é preciso ter cautela na forma como os produtos financeiros podem ser usados — e por quem. Essa opção poderia reduzir enormemente a lista de produtos que precisarão ser cabalmente proibidos.**

numa data futura. Que não reste dúvida, esse é um produto perigoso, e ele realmente levou muitas famílias a cair numa armadilha de dívida insustentável. Mas esses tipos de empréstimos podem ser de grande valia para firmas e domicílios sofisticados que possam ter um bom motivo para acreditar que seus rendimentos futuros serão maiores que seus rendimentos atuais. Essas entidades teriam condições de fazer investimentos que não seriam possíveis de outras maneiras.

Este é apenas um exemplo. É impossível prever os numerosos produtos financeiros que a criatividade humana pode criar, e que possam ser perigosos de usar, mas que podem ser de grande valia para algumas pessoas. O risco criado por muitas dessas medidas regulamentadoras que estão sob consideração no mundo atual marcado com cicatrizes é que elas podem acabar regulamentando os mercados de forma excessiva, a ponto de impedir o aparecimento de novos produtos valiosos.

Mas existe uma forma de sair desse quebra-cabeça. Ao criarmos novas regulamentações financeiras, precisamos levar a analogia médica um passo adiante — criando o equivalente à receita médica. Em vez de proi-

bir ou permitir livremente todos os produtos perigosos, precisamos identificar produtos que sejam valiosos para alguns clientes, mas não para todos — podemos chamá-los de "produtos financeiros com receita" — e criar um organismo de profissionais de finanças registrados (PFRs) que sejam autorizados a certificar a compra desses produtos pelas pessoas físicas.

Por exemplo, você está planejando comprar uma casa. Seu banco local lhe oferece o que é considerado um empréstimo promocional — um produto com receita. Você pode tomar esse tipo de empréstimo, contanto que um PFR aprove esse contrato.

Resumindo, da mesma maneira que não proibimos esteroides por serem perigosos, mas exigimos que os compradores tenham uma receita válida, nós devemos institucionalizar a cautela na forma como os produtos financeiros podem ser usados — e por quem. Essa opção poderia reduzir enormemente a lista de produtos que precisarão ser cabalmente proibidos.

Devemos evitar, porém, a convenção médica, segundo a qual cada produto ou é de venda livre ou de prescrição médica, não importando quem esteja comprando o produto. No propósito

de manter o sistema enxuto, deverá haver uma cláusula que isente algumas pessoas físicas e jurídicas — aquelas suficientemente sofisticadas para tratar dos seus próprios assuntos, ou ricos o bastante para lidar com fracasso financeiro — da exigência de uma aprovação de PFR antes de comprar um produto financeiro com receita.

O motivo para eu defender essa cláusula é a minha experiência positiva na Índia, para onde me mudei recentemente, vindo dos EUA. Há poucos meses, fui me encontrar com o proprietário da nossa farmácia local. Sem querer sobrecarregá-lo com qualquer receita médica, eu lhe disse de forma um tanto tímida que estava partindo para uma longa viagem ao exterior e queria manter uma cartela de comprimidos antibióticos comigo por precaução. Ele me olhou de cima para baixo, me mediu, e disse em seguida: "Já que você está indo por tanto tempo, eu recomendo que você mantenha duas cartelas".

**Kaushik Basu** é o principal assessor econômico do ministério das Finanças do governo indiano e professor de Economia e de Estudos Internacionais na Universidade Cornell. Copyright: Project Syndicate, 2010. [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)